

# 经济展望

## 中国

2011 年第 4 季度  
经济分析

- 在缓解经济过热并引导经济实现软着陆的宏观政策调控之下，中国GDP增速已经放缓。国内需求和工业生产仍保持强劲，增长趋缓符合软着陆的预期。
- 然而，外部环境持续恶化，受外需下滑影响，我们已对中国经济增长预测进行下修。通货膨胀正在放缓，尽管仍居高位，我们预计未来几月会进一步下降。
- 通胀放缓，增长面临的下行风险加剧，政策组合将继续预调微调以支持经济增长。我们的基准预测认为近期不会调整利率，而是将以定向宽松为主，包括可能下调法定存款准备金率。人民币升值步伐也或将放缓。
- 经济增长前景面临下行风险。风险主要来自全球环境的不确定性，并由于国内金融体系脆弱性显现而有所上升。中国经济硬着陆的可能性增加，但几率仍然很低。

## 目录

1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险.....	4
2. 中国经济正朝着软着陆方向放缓.....	6
3. 政策支持下实现软着陆.....	14
4. 增长面临下行风险.....	16
5. 附表.....	17

出版日期：2011年11月10日

## 概述

今年大部分时间里，政府用宏观调控政策竭力抑制经济过热并逐步引导经济实现软着陆，增长速度随之放缓。国内需求和工业产出仍处于较强的水平，经济放缓的趋势同软着陆的预期相符。尽管如此，欧洲债务危机蔓延和美国经济放缓使得外部环境日趋恶化，加之国内金融体系的脆弱性显现，都加剧了经济增长的下行风险。

为反映疲弱的外部需求所带来的负面影响，较之上个季度的预测，我们小幅下修了2011年和2012年的全年增长预测，今明两年分别从9.4%及9.1%，下调至9.1%及8.6%。GDP从第二季度的同比增长9.5%降至第三季度的9.1%，其他高频经济指标也都符合软着陆的预期，处于逐步放缓态势。随着出口增速趋缓，我们预测四季度的经济增长步伐会进一步放慢至同比8.4%，然后预期在2012年若外部环境有所改善而将逐步回升。

令人鼓舞的是，通胀压力有所舒缓。而今年大部分时间内，对抗通胀一直都是政府主要的政策目标。CPI在今年7月见顶达到同比增长6.5%，自那时候开始，通胀增长随着食物和商品价格下降以及基数效应的影响而开始放缓。在10月已经回落至5.5%，虽然仍旧高于政府4%的目标区间。因此，通胀是货币政策放松的决策顾虑。我们预测通胀将今年余下时间进一步走低，到12月底的时候回落至同比4%左右，并在2012年维持在该范围之内。

随着通胀回落，而经济增长下行风险上升，政策组合将继续通过预调微调来支持经济增长。直到2011年中期货币政策态势始终在收紧，通过加息和上调法定存款准备金率来控制信贷增长，抑制通胀升温，以此防止经济过热带来的风险。随着经济增长逐步开始放缓，外部环境风险加剧，政策紧缩在7月告一段落。政府近期表示将会通过政策微调来支持经济稳健增长，并且会采取一些定向宽松政策来舒缓国内金融系统的资金紧张程度，以此保证对中小企业的信贷支持。而在房地产行业，为抑制价格上升而实施的宏观审慎监管调控将持续。

货币政策微调放松可能会从差别准备金率入手，先放宽中小银行存准率，并可能会在2012年下调所有机构的存准率，同时放缓人民币升值步伐。除非外部环境进一步恶化，我们不认为货币当局将实行减息。我们预期人民币兑美元的逐步升值趋势会持续，预计明年将升值3%-5%的水平。但若外部环境带来的下行风险加剧，升值趋势将会放缓到该区间的底部。

国内金融体系脆弱性有所显现，尽管总体风险还在可控范围。房地产市场的价格增速随着过去一年宏观审慎调控的实施而已经开始放缓。同时，地方政府要继续应对2008-09年间因大规模经济刺激方案后形成的地方债务问题。近期金融环境资金紧张使得趋于活跃的影子银行体系逐渐浮出水面。目前监管机构正采取措施逐步缓解局部流动性短缺问题，并严防其向外扩散。

目前政策重点已经逐步从对经济过热的担忧转移到经济增长所面临的下行风险。近期影响中国经济增长的主要风险来自于全球环境的不确定性，这是由于欧洲主权债务危机深化和美国经济疲弱复苏造成的。硬着陆的风险在虽然有所增加，但我们认为这种可能性依然较低，主要考虑到国内需求仍然保持强劲，并且政府有实施刺激政策的空间，在必要时期，出台一定的刺激政策拉动经济增长以缓解全球环境恶化所带来的外部冲击。

# 1. 全球展望：经济增速放缓且面临下行风险

在开始中国经济展望之前，我们将回顾全球经济展望。读者也可直接跳至第二部分（第6页）进入中国经济展望章节。

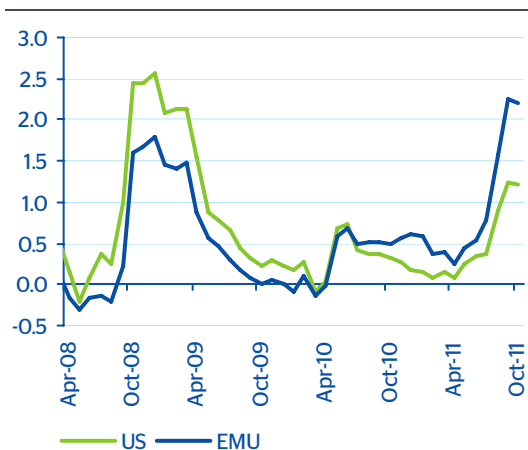
## 全球经济前景很大程度上由欧债危机的解决情况来决定

全球经济前景在过去的几个月继续恶化，主要受到4方面因素影响，而这些影响还在延续。首先是主要但不仅限于发达国家和地区低于预期的经济增长速度。尽管美国经济在第三季度重回复苏轨道，而欧洲经济在第一季度表现相对较好，之后即显露明显的减速迹象。其次是欧洲的主权债务危机开始恶化，并开始扩散至系统性层面。10月欧盟会议上所宣布的决议是在向正确的方向前进，但仍然未解决欧洲经济面临的关键问题，特别是用来增强流动性机制的一些细节，包括欧洲金融稳定机制（EFSF）杠杆化操作，私人投资者所持有希腊债务的重组以及推进欧洲治理统一财政的路线图。第三，对于主权危机和欧洲金融系统健康程度的担忧开始加剧，金融系统的承压程度甚至超过了2008年10月雷曼兄弟破产之后的水平（图1）。最后，全球避险情绪高涨造成金融市场波动，自2009年开始首次扩散至新兴市场经济体的资产。

在这种情况下，我们对2011和2012年全球经济增长相较前期预测分别下调了0.3个百分点，主要是由于发达国家的经济增长预期下降（美国，欧洲，部分由于日本震后复苏而抵消），而新兴市场国家和地区的增长预期较前期也稍有放缓。因此，我们预期全球经济在2011年增长3.9%，2012年增长4.1%，主要受到新兴市场相对于发达国家而言依然稳健的经济增长支持（图2）。

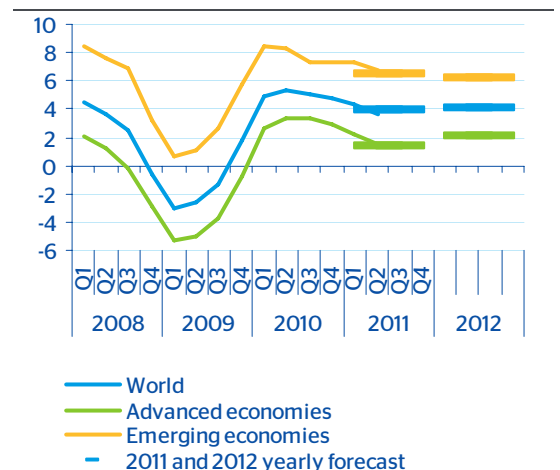
这一相对强势的增长预期仍属合理，但面临的下行风险较大，短期内受到欧洲主权金融危机进一步动向的影响。特别是欧洲金融压力的迅速缓解有助于避免欧洲和其他地区国家由于对其金融风险敞口和全球避险情绪的蔓延而使得经济增长受到较大影响。

图1  
BBVA 金融压力指数



来源: BBVA 研究部

图2  
全球GDP增长 (%同比)



来源: IMF 和 BBVA 研究部

### 欧洲朝着正确的方向迈进，但是主要的问题还悬而未决

在我们看来，10月的欧盟会议有5个主要问题需要成功解决：1.解决希腊债务的可持续问题；2.在欧元区建立主权金融防火墙；3.促进外围国家进一步的改革；4.强化银行业体系；5.加强欧元区的管理。以这些来看，近期的会议在正确的方向上走出了重要的一步，但是还没有完全的解决这些问题。首先，希腊的私人债券持有者被要求主动接受减记50%（比7月达成协议的比重更高）但是即使投资者都参与其中，市场对参与债务交换和希腊的偿债能力依然担忧。其次，欧洲金融稳定机制EFSF会用担保机制进行杠杆化操作并由外部增资救助（可能包括IMF）。不过，EFSF具体的功能细节在12月前可能不会落实。其有效性的测试将会持续许多周，相对欧洲主要国家的沉默，欧洲央行ECB暂时还是会需要扮演最后购买者的角色。再次，尽管积极的消息是更多的经济改革已经在议程上（主要是意大利），但是银行业的资本重组改革一直缺乏效率，造成欧洲银行面临突然去杠杆化的风险。同时，长期的流动性制度架构还没有实施。最后，尽管欧洲在经济治理上取得进展，但是关于欧洲财政一体化和建立欧元区统一的国债市场等方面尚缺少清晰的路线图，而这个在我们看来是维持长期可信的货币联盟的主要因素。

如同我们在过去强调的，部分的解决方案可能会帮助缓解欧洲金融市场的紧张状况，但是并无法降低至可持续性水平。因此现在已经达成的协议使得大家仍旧怀疑避免希腊债务重组危机蔓延的机制是否已经落实。这可能会需要足够大规模的EFSF，并需要ECB作为最后债务购买者并对银行进行资本重组以获得继续融资渠道。如果这些没有落实，市场会对希腊改革后的债务可持续性以及风险偏好对未来核心国家所需救助的可能性进行折价，这会加剧下行风险并使得信贷紧缩，欧洲陷入衰退，危机向全世界蔓延。<sup>1</sup>

### 美国3季度增长改善，但是结构性的疲弱还在继续

积极的方面，美国经济增长看起来在3季度重回复苏轨道，至少根据初步的预测。这并不意味着很多，今年前两个季度的增长趋缓，而产出缺口依然很高。但是这减轻了市场对其经济二次探底的担忧。尽管如此，美国经济依然面临结构性的疲弱，消费者和商业信心持续低迷，房地产市场依然调整中。这样的情况下，抵御欧洲危机可能冲击的能力较小。另外，国内政治僵局可能会阻碍“大妥协”方案用以1.避免非故意的短期财政紧缩；2.推动长期可信的财政整合改革。

### 新兴市场正在软着陆的轨道上，但是面临外部阻力

新兴市场持续强势增长，受到国内需求强劲的支持。拉丁美洲国家高企的商品价格和亚洲经济体的出口增长，尽管两者都出现较大的调整，仍旧为经济增长前景提供了支持，在今年早些时候担忧经济过热之后，正处于期待已久的软着陆轨道之上。欧洲和美国的新一轮危机已经对两个地区的金融市场带来压力，反映在市场的波动性加剧，货币贬值以及资本流入减少上。然而，许多国家有着相当规模的缓冲余地，较强的公共财政和较过去改善的宏观经济管理，这些国家和地区有足够的空间引入新的刺激政策来应对外需的走弱。总的来说，较为负面的外部环境已经让新兴国家和地区决策者的注意力从经济过热转向增长面临的下行风险，以及必要时期的政策支持。

<sup>1</sup> 详见“欧洲无序违约风险向全球蔓延的渠道”2011年7月的全球经济展望中专题1对于欧洲无序违约的传导渠道及全球影响的概述。

## 2. 中国经济正朝着软着陆方向放缓

今年中国政府用宏观调控政策竭力抑制经济过热并逐步引导经济实现软着陆，因此经济增长速度随之放缓。国内需求和工业生产仍保持强劲，且增速放缓也符合软着陆的预期。尽管如此，外部环境进一步恶化和国内金融体系脆弱性的显现使得一些分析人士对中国经济硬着陆的担忧加剧，但我们认为该几率仍然很小。

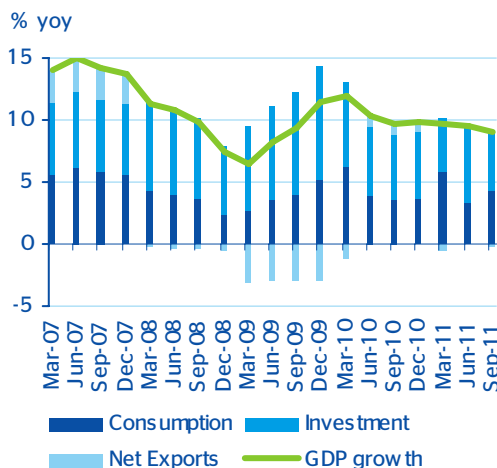
由于外部环境的日趋疲弱，我们分别将2011和2012年全年经济增长预测从此前的9.4%和9.1%下调至9.1%和8.6%。如上所述，中国经济正在软着陆的轨道上前行，我们的下修幅度相对较小。令人鼓舞的是，目前通胀已经回落。然而，经济增长的下行风险有所上升，政府已暂停进一步的紧缩措施，并传递出政策适时适度“微调”以支持经济增长的意愿，尤其是在全球环境的进一步恶化的时候。

### 政策收紧和外部冲击导致国内经济活动指标放缓

受投资和净出口趋弱影响，GDP从二季度的同比增长9.5%降至第三季度的9.1%（图3）。按季度环比经季节因素调整来估计，经济增速从二季度环比增长2.3%下滑至第三季度的2.0%（官方数据也显示三季度经济增速从二季度的2.4%小幅回落至2.3%）。GDP的走势与我们的实体经济活动指数基本相符（图4）。投资趋弱（对2011年前三季度GDP增长贡献5.0个百分点）主要是因为政策引导转向信贷收紧和公共基础设施（如铁路）支出减少所致。同时，消费对经济增长的贡献达到45个百分点，受外部需求下滑的影响，前三季度净出口对经济增长的贡献为小幅的负拉动。

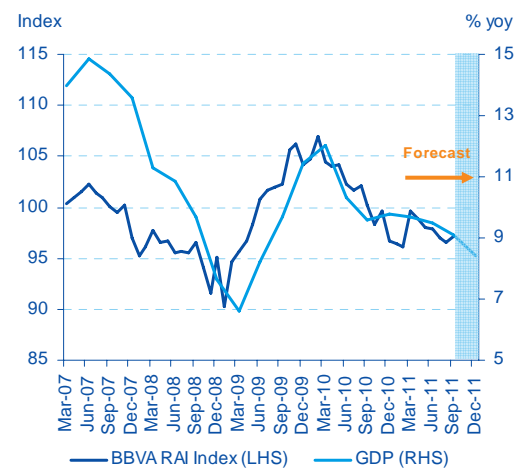
近期的高频经济指标与GDP的趋势基本一致。特别是，采购经理指数（PMI）已经开始回落，但仍处于50以上的扩张区间（图5）。工业产值保持强劲，基本符合预期。需求方面，零售销售和汽车销售增长保持稳定（图6）且城镇固定资产投资（年初至今）同比增幅达24.9%，虽然相对上半年在趋势上有所回落。另一方面，近期的出口增长就难言乐观：继大半年的强劲增长之后，9月份出口开始显示出明显的走弱迹象，这主要是受到欧洲、美国和日本需求下滑的影响。

图3  
国内需求旺盛推动GDP增长



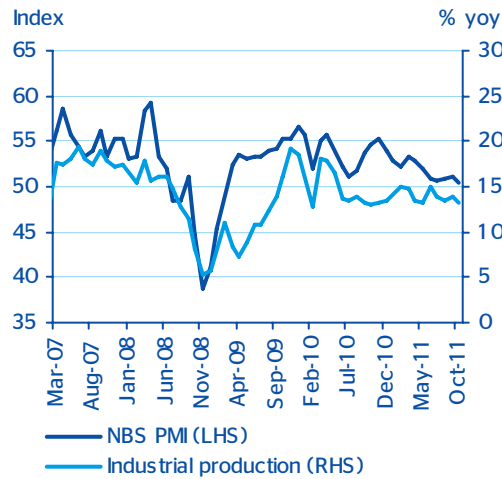
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图4  
BBVA 实体经济活动指数逐渐放缓



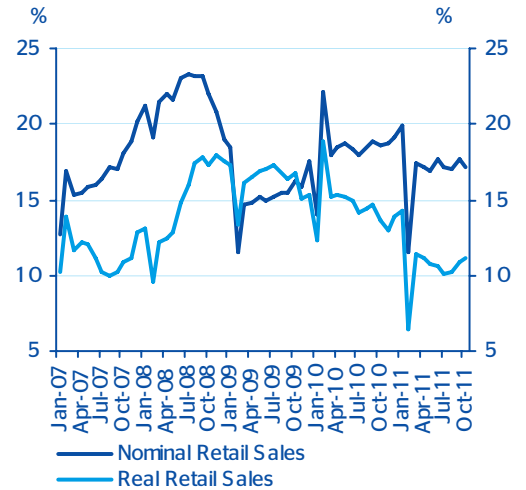
来源: CEIC 和 BBVA 研究部预测

图5  
PMI指数下滑显示经济增速良性放缓



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

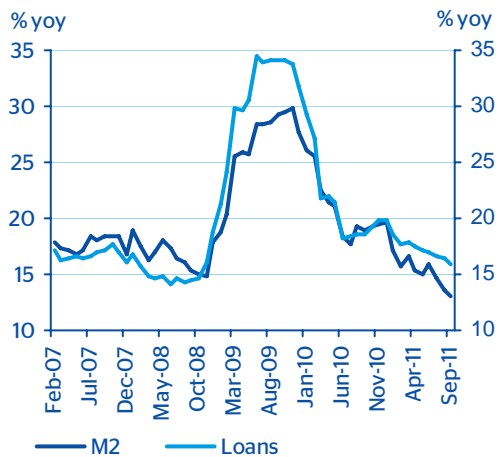
图6  
零售销售保持强劲



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

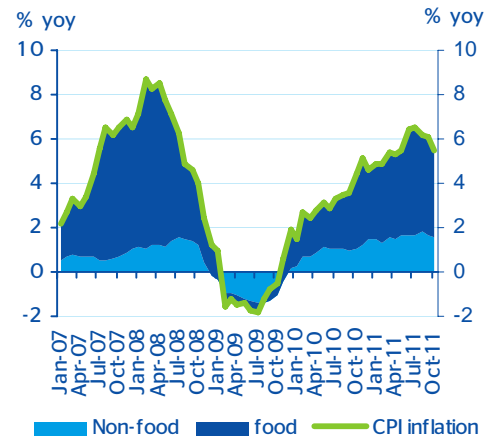
货币方面，信贷和M2增速继续放缓，基本符合当局设定的目标（图7）。三季度M2货币增速意外下滑，考虑到目前中国实际利率为负的状态，这可能与储蓄存款向不属于当前M2统计范畴的高收益理财产品转移有很大关系。9月份新增人民币贷款同比增幅下滑至15.9%，略低于6月份的16.9%。累计看来，今年前三季度的新增贷款总额达5.7万亿元，基本符合我们所预期的央行全年信贷落于7.0-7.5万亿的目标区间（官方未公布）。

图7  
信贷和M2增速放缓



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图8  
通胀已经见顶回落



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

### 政策挑战

2011年中期，当局相继上调了利率和法定存款准备金率以抑制信贷增长和通胀升温，避免经济运行过热的风险，政策态势偏向从紧。然而，随着经济增速受外部需求走弱而放缓以及增长下行风险加剧的影响，7月以来政策收紧逐渐停止。中国正在进行定向宽松政策以缓解局部资金压力并保证有足够的信贷流向中小企业。在房地产行业，抑制房价上涨的宏观审慎措施仍然不会动摇。

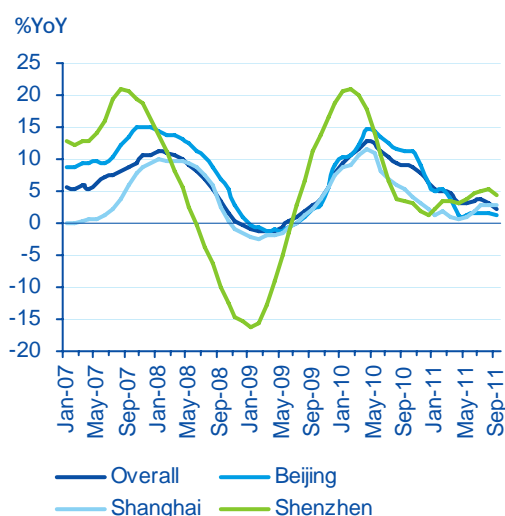
## 通胀回落，但仍然居于高位

通胀有所放缓，但年度同比增速仍然居于高位，且高于政府设定的4%舒适区间。因此，通胀仍将限制进一步的政策放松。通胀在7月见顶达到同比65%的增幅之后，10月份回落至5.5%的水平（图8）。回落主要是受到了食品价格下滑和基数效应的影响。环比来看，通胀同样有所放缓，10月份经季节因素调整后的月度环比增速从6月份0.8%的高点下滑至0.2%。

从各组成要素来看，食品价格仍是通胀上涨的主要推动力。继7月份创下同比增长14.8%的新高之后，食品价格已连续三个月回落，10月份同比增幅为11.9%；在很大程度上，下滑是因供给增加导致的猪肉价格下降所致。受物价下降的驱动，曾在7月达到同比增长7.5%高点的生产者价格指数也在10月份回落到了5.0%的水平。根据当前的趋势，通胀将会进一步放缓，到12月底时预计降至4%左右。

图9

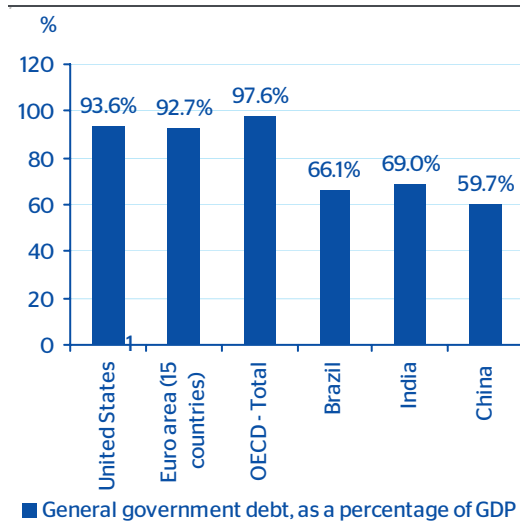
房价逐步回落



来源: NBS, CEIC 和 BBVA 研究部

图10

政府债务水平相对较低



来源: PBoC 和 BBVA 研究部估计

## 调控如走钢丝：抑制房价上涨的同时避免经济硬着陆

正如我们在中国年度房地产展望<sup>2</sup>中提到的，在信贷收紧和抑制投机措施的作用下，全国住房价格增速开始逐步放缓。从总体来看，根据国家统计局的数据，我们估计房价增速会继续下滑，从二季度同比3.2%的增速回落至第三季度的3.0%，与总体经济的放缓趋势相符（图9）。从月度环比来看，8月以来全国的房价基本持平。然而，有17个城市报告9月份房价环比呈现下滑，且私部门指数（中国房地产指数系统）覆盖的100个城市的数据显示过去两个月房价总体呈下滑趋势，10月份下滑了0.23%。

随着全球经济环境的恶化和房地产调控措施的继续执行，有报告指出已经有一些房地产开发商遇到了融资困难。这加大了房价急剧下跌的风险并引发了市场对房地产行业调控或引发中国经济硬着陆的猜想<sup>3</sup>。尽管如此，当局正在采取措施避免此类问题的发生并抑制其蔓延，包括对银行融资的限制实施定向放宽以保证充足的信贷。同时，政府也重申对房地产市场的调控措施不会动摇，这与其所做出的减少资产价格泡沫风险并保证房价处于可负担水平的努力相符。在后者的基础上，当局还提出了雄心勃勃的保障性住房建设计划。

<sup>2</sup> 2011年7月11日“中国房地产展望”。

<sup>3</sup> 例如，最近有报道称在民间借贷和非正式融资渠道繁荣著称的温州，受信贷条件收紧影响，很多企业倒闭。在中央政府的指导下，温州地方政府提供了政策支持以缓解融资困难，避免危机扩散。



### 处理地方政府债务问题

2008-09年间大规模基建投资主导的经济刺激计划遗留下来了数额庞大的地方政府债务，其通过地方政府融资工具（LGFV）向银行借贷而形成。我们估计这类债务金额总量达14.4万亿元（约合2.2万亿美元）（详见我们的[地方政府债务报告](#)<sup>4</sup>）。这些地方债务（约占GDP的36.0%）加上中央政府的负债（约占GDP的23.0%）将使中国政府的债务总额达到GDP的59%左右（图10），虽然数额巨大，但鉴于其经济增长前景和财政收入水平，债务规模仍然可控。

当局已经注意到了地方政府债务累积产生的或有负债规模并对地方政府融资平台的使用进行规范，且就在最近，还允许在某些省市实行地方政府自行发债试点，以促进财政再融资。对于最终可能的结果，我们认为要未来几年清理地方政府债务可能需要中央政府的财政援助同时辅以银行销账减记来完成。地方政府债务的增加也可能在很大程度上抑制未来财政刺激政策的规模和政策构成，在必要时期，这些政策将抵消全球经济放缓带来的负面影响。

### 影子银行贷款带来的风险有限

众所周知，影子银行体系使国内金融体系显现其脆弱性。国内的影子银行体系大致可分为两部分：金融机构（银行和信托公司）的表外贷款和非金融企业或个人之间的民间借贷活动。前者可以具体分为信托贷款（资产管理产品）、委托贷款（公司对公司的贷款）和银行承兑汇票（可作为支付手段和票据融资）等形式。

中国的影子银行体系有很长的历史，但近来其规模增速随着政府对规范银行体系的施压而有所加快（图11）。这样一来，影子银行体系贷款的增长就可以被看作是绕过资本要求和贷款限额监管的一种方式。

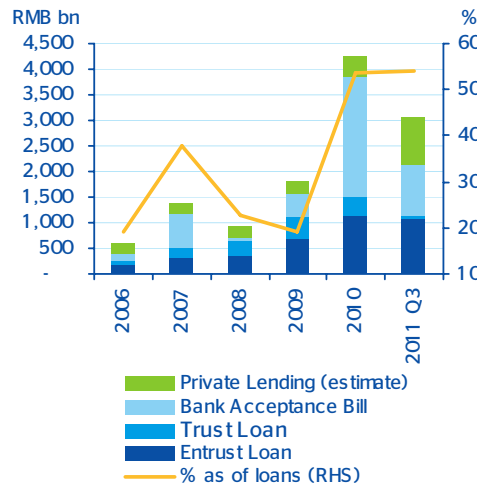
为堵住这些漏洞，当局采取了一系列措施，包括要求银行将表外资产转入到资产负债表内，并对信托公司提出了资本要求。但要控制影子银行贷款增长还需要做出更多努力，包括加强这些新规定的执行力度。考虑到这些贷款的整体规模，我们认为目前还不足以导致系统性风险。然而，由于许多影子银行贷款都最终流向房地产部门（根据中国信托业协会的数据，约占信托贷款的20%），这或将导致金融行业很容易遭受房价下调所带来的冲击。政府还将密切监测流动性状况，以保证企业能够顺利进行再融资，以及追逐高收益理财产品的存款流动不会影响金融行业的稳定性。

### 政策组合的预调微调

鉴于增长风险在三季度从过热转向外部需求的走弱，政府开始释放出一些政策微调的信号并进一步暂停货币收紧措施。而在此前央行曾进行过多轮加息和法定存款准备金率上调，大型商业银行的法定存款准备金率更是上升至21.5%的历史高点（图13、14）。该措施导致市场流动性趋紧，这从银行间回购利率的波动就可见一斑（图12）。受到收紧措施的影响，金融市场表现欠佳，全球风险厌恶情绪升温则使其向下趋势进一步加剧（图15、16）。

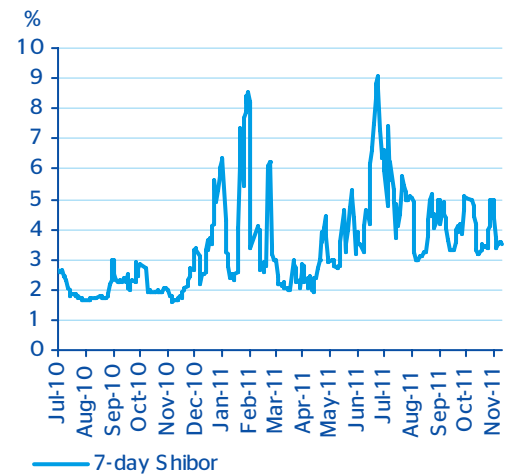
<sup>4</sup> “中国银行业观察：谁来为地方政府财政刺激政策埋单？”，2011年7月21日

图 11  
影子银行贷款增速加快



来源: PBoC 和 BBVA 研究部估计

图 12  
银行间拆借利率波动攀高

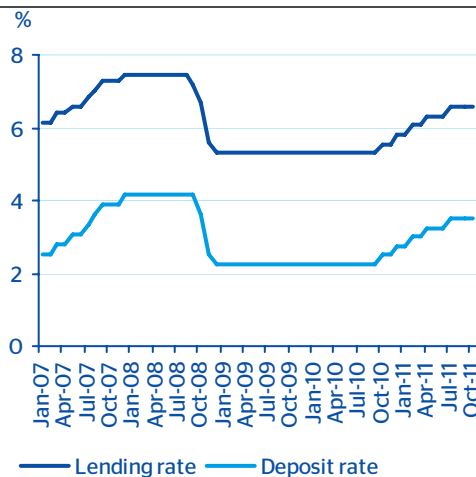


来源: Wind 和 BBVA 研究部

随着通胀的回落和外部环境前景的不稳定性导致中国经济增长下行风险加剧，政府已经释放一些政策微调信号。温家宝总理在10月的讲话中表示政府已经准备好适时适度对宏观经济政策进行“预调微调”以支持经济增长。与此相符的是，中国银行业监督管理委员会近日出台了一系列鼓励商业银行向中小企业贷款的定向宽松措施，包括降低对向特定企业发放贷款的银行资本监管要求。其他财政措施也有望出台。

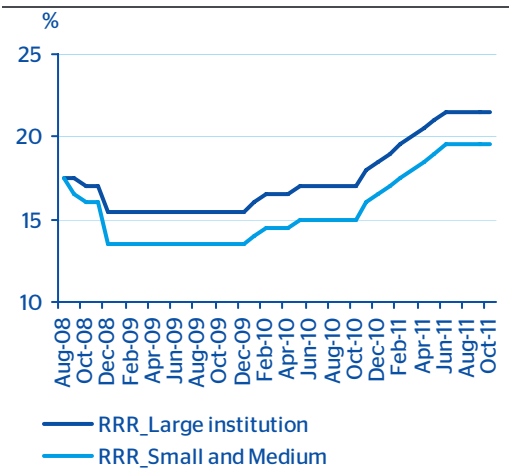
今年开工的1000万套大规模保障房建设项目是整个2011年公共支出的重头戏，涉及金额达1.3万亿元，约占GDP的2.8%。在工程进度一度落后下，中央政府加大了对地方政府的转移支付，缓解了资金的紧张，使得三季度住房建设速度加快。截止9月底，已开工保障房达到986万套，接近完成全年建设目标。其他基建支出增速有所放缓，尤其在一系列新建高速铁路发生运行事故之后（图17）。尽管如此，铁路建设仍然是财政支出的重点扶持对象。

图 13  
7月份加息周期告一段落...



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 14  
...也没有再上调法定存款准备金率



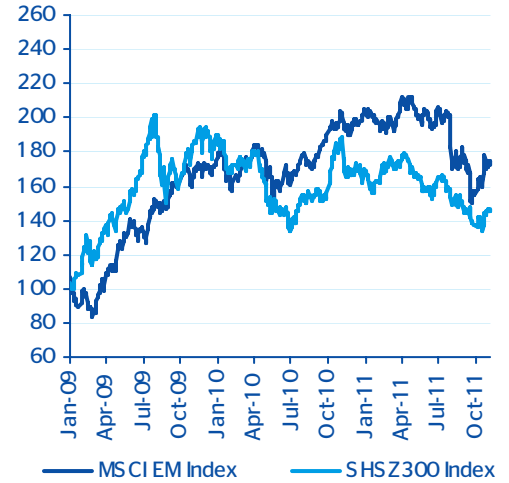
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图15  
全球风险厌恶情绪升温，中国信用违约掉期价格上涨...



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

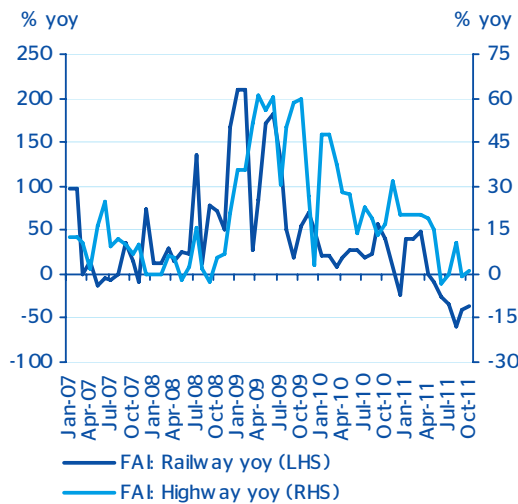
图16  
...股市表现持续欠佳  
2009/01/05 = 100



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

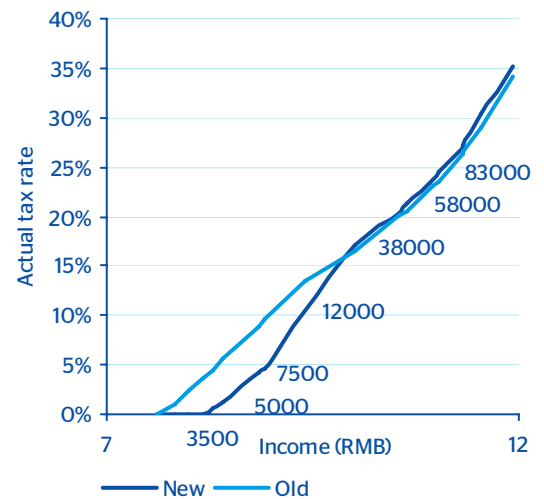
财政激励措施还旨在促进私人消费。例如，9月1日个人所得税起征点从2000元上调至3500元，且累进税率级数从9个减少至7个（图18）。这些调整意在促进收入平等分配并刺激整体消费。

图17  
交通基础设施建设投资增速放缓



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图18  
为低收入者减税促使税收结构更加优化



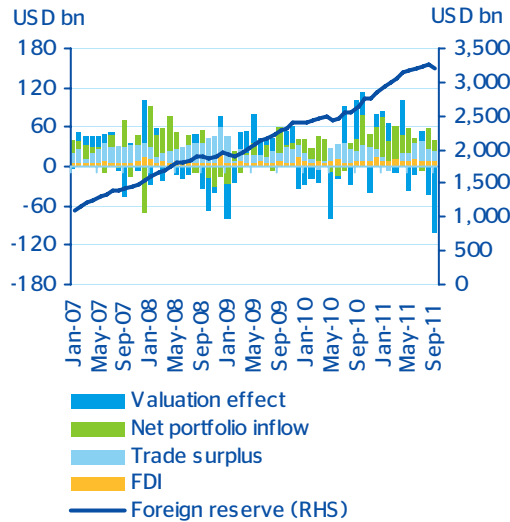
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

### 人民币逐步升值步伐持续

人民币兑美元继续以每年4-5%的速度升值，与我们的预期相符。然而，随着外汇储备增速的趋平（图19）和全球经济增长前景风险的上升，三季度资本流入放缓，对人民币升值的预期降低，甚至可能已经掉头向下，离岸人民币汇率9月以来首次与在岸人民币汇率倒挂（图21）。

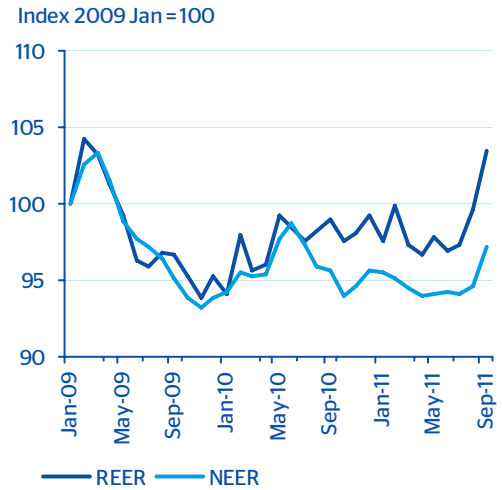
然而，2010年中期以来人民币兑美元的逐步升值还不足以形成贸易加权或名义有效汇率的升值。但由于中国的通胀仍然居于高位，同期实际有效汇率连续几个月小幅升值（图20）。

图19  
外部市场状况欠佳，投资组合资金流入减少



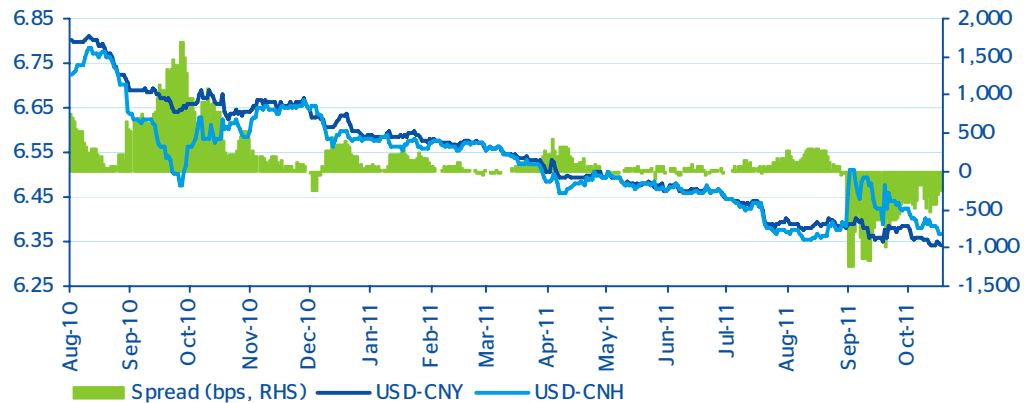
来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图20  
人民币兑美元有效汇率升值幅度不大



来源: BIS, CEIC 和 BBVA 研究部

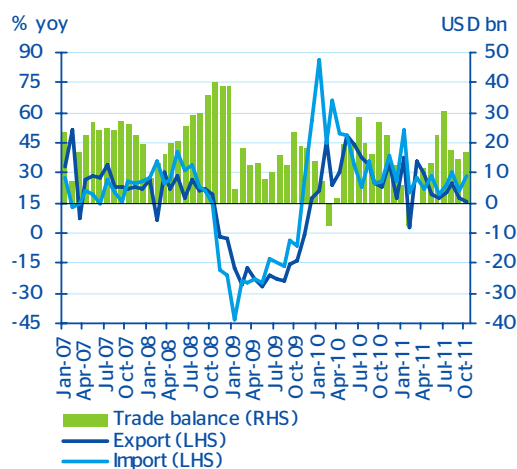
图21  
离岸人民币兑美元汇率与在岸人民币汇率倒挂



来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

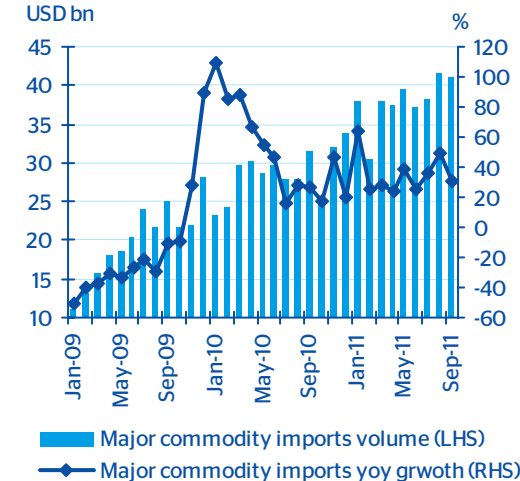
对外贸易继续保持大额顺差（图22）。虽然三季度进出口总体保持强劲，但近几个月已经开始显露走弱迹象。例如，由于外需下滑，10月份出口同比增幅从三季度的平均20.6%下滑到至15.9%，特别是对欧盟这一中国最大出口市场（其占中国总出口约20%）。另一方面，进口继续保持强劲，10月份同比增长28.7%。商品进口增速（对国际价格趋势的影响愈发重要）有所放缓（图23），但进口量相对强劲，且应会在进一步基础设施投资的支持下保持强势。

图 22  
对外贸易保持顺差



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图 23  
价格下滑，商品进口增速放缓



来源: CEIC 和 BBVA 研究部

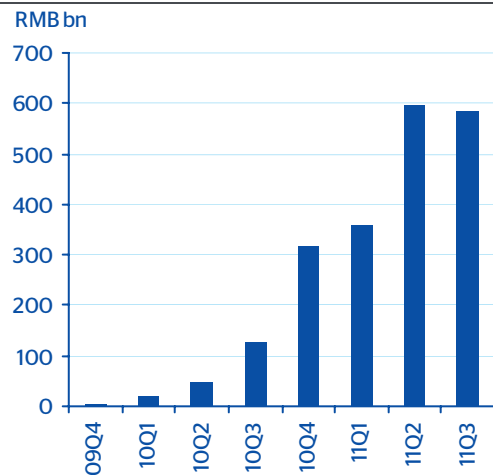
### 对外直接投资继续增长

近期数据显示2011年中国对外直接投资继续保持强劲增长（详见[中国经济观察](#)<sup>5</sup>）。今年前三季度非金融部门对外直接投资（占对外直接投资总额的91.4%）同比增长了12.5%，达408亿美元。对外直接投资的增长体现了中国政府鼓励企业“走出去”政策的延续，旨在借此深化国际能源资源开发并为中国企业跨出国门开辟一条道路。这可能也反映出中国政府为减轻巨额外汇储备压力和扩大中国国际影响力所做出的努力。

### 尽管面临外部阻力，人民币贸易结算和国际化进程将继续

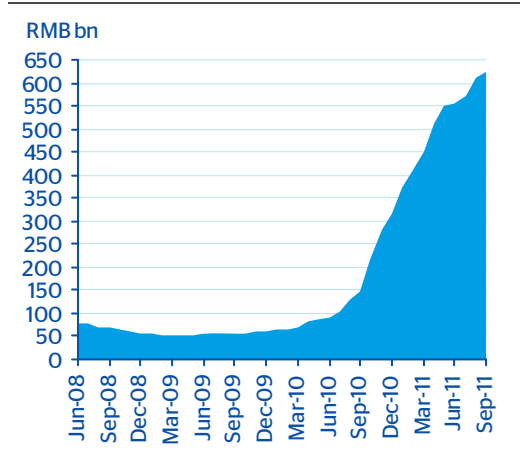
人民币国际化进程继续，中国人民银行的初步估计显示今年前三季度累计跨境人民币贸易结算业务金额达15409.8亿元，占贸易总额的8.9%（图24）。2011年7月，中国宣布允许外国企业定期以FDI的形式将离岸合法获得的人民币依法汇回中国大陆进行直接投资活动，此举加大了离岸人民币的吸引力。同时，香港的人民币存款（人民币国际化进程的其中一步）在三季度末增长至6220亿元，较上季度末增长了12.4%（图25）。尽管如此，人民币国际化仍将面临阻力。由于全球经济增长前景不确定性加大，人民币升值预期减弱，三季度人民币结算金额与二季度基本持平。这体现了多数离岸人民币存款的投机天性。

图 24  
三季度人民币结算金额与二季度基本持平



来源: 基于 PBoC 报告数据和 BBVA 研究部

图 25  
香港离岸人民币存款继续增长



来源: HKMA, CEIC 和 BBVA 研究部

<sup>5</sup> “中国经济观察：中国对外直接投资的扩张”，2011年10月12日

### 3. 政策支持下实现软着陆

尽管由于全球经济波动的增加，经济下行风险随之上升，我们依然相信中国经济仍处于软着陆的轨道之上。重要的是，国内需求保持上升趋势，并且如果需要的话，国内有足够的政策空间来推行经济刺激政策，以缓冲外部需求走弱所带来的冲击。

#### 增长预测适度向下调整

考虑到外部需求的走弱，我们分别对2011年和2012年的全年经济增长预期进行了调整，分别由此前的9.4%及9.1%下调至9.1%及8.6%。我们对2011年全年的预测是基于GDP增长从第三季度的同比9.1%继续放缓至四季度的同比8.4%左右。按照我们的基准情景预测，受益于支持经济增长的多样化政策组合以及全球经济逐步复苏，2012年经济增速或将逐步呈上升趋势。

#### 预计通胀将会舒缓

随着食物和商品价格下滑，以及较高的基数效应，我们预期今年底通胀会继续回落至4%左右。对年终的预测和上一次的预测差不多，基本保持不变，我们上调全年的通胀预期至5.3%（从前次的4.9%），这是由于近几个月的数据均高于预期。我们预计通胀在2012年大部分时间会保持平缓，全年平均值约为3.9%，这和我们之前预测一致。

表1

基准情景预测

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
GDP (% 同比)	9.6	9.2	10.4	9.1	8.6
通货膨胀 (均值, %)	5.9	-0.7	3.3	5.3	3.9
财政账户 (%占 GDP)	-0.4	-2.8	-2.5	-1.5	-1.8
经常账户 (%占 GDP)	9.1	5.2	5.2	4.4	4.5
政策利率 (% 期末)	5.31	5.31	5.81	6.56	6.81
汇率 (CNY/USD, 期末)	6.84	6.83	6.61	6.30	6.00

来源: BBVA 研究部

#### 政策微调支持增长

除了一定的定向宽松政策加大对中小企业的信贷支持力度，包括调低中小银行存准率，我们的基准预测是今年余下的时间内不会有货币政策态势的大幅调整。随着通胀回落，我们预期存准率的下调将放宽到大银行。为支持国内需求以应对外部环境的压力，预计2012年会有100个基点的存准率下调。然后，如同我们基准预期中一样，假设外围环境改善，国内经济增长逐步攀升，我们预计利率会在2012年四季度重新开始上调25个基点来应对可能的通胀复苏。

#### 人民币升值步伐会逐步放缓

外需方面，由于国内需求导致进口增加，我们预测贸易顺差会在2011年和2012年缩减到占GDP的4.5%水平左右。尽管来自发达经济体的外需会降低，不过新兴市场强劲的增长估计会支持出口增长维持在合理水平。

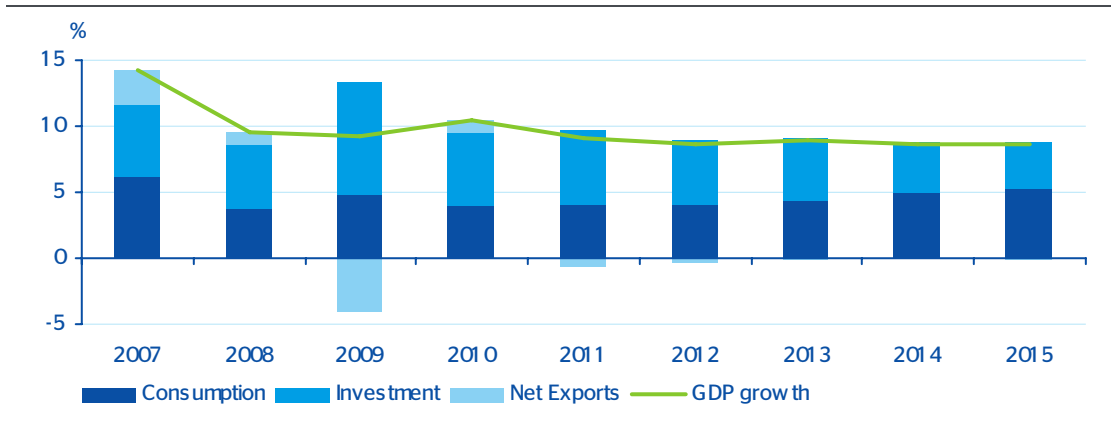
2011年人民币的升值趋势至今和我们预测的基本一致，即到年底兑美元达到6.30的水平（现在在处于6.35左右）。在这个趋势下（年增长4-5%），人民币预计会在2012年升值至兑美元达6.00的水平。但是，全球经济的下行风险意味着货币的升值可能会减缓到每年增长3%左右，更有可能由于全球环境突然恶化造成升值停滞，就像在雷曼倒闭之后那段时期。

### 基于国内需求和逐步趋缓的中期增长展望

中期来看，我们继续预期增长的主要动力逐渐来自于国内需求，特别是私人消费（图26）。然而，这个再平衡增长的过程会非常缓慢，同时也需要得到中国十二五规划中关于促进家庭收入和增加社会福利的政策支持。（详见[中国经济观察<sup>6</sup>](#)）。中期展望的主要因素包括通过增加工资水平来增加家庭收入，以及提供大量公共投资在保障性住房上。

图 26

中期经济的再平衡增长



来源: NBS, CEIC 和 BBVA 研究部

<sup>6</sup> “中国经济观察：下个五年规划和财政预算将支持中国的经济增长”，2011年3月25日

## 4. 增长面临下行风险

今年早些时候经济过热的风险成为市场担忧的主要因素，现在这个风险正随着经济增速放缓和全球经济不确定性而逐步消散。目前的主要风险则是集中在经济放缓之上。因此，尽管我们认为风险可控，但是硬着陆的风险正在增加，而市场普遍认为中国的经济增长率连续2个季度低于6%即属于硬着陆。

随着经济过热的风险退去，监管机构开始要持续面对2010年和2011年快速增长带来的影响，主要是通胀和房地产价格上涨。通胀正在放缓，尽管还在目标水平之上，这对货币政策放松仍然是个顾虑。我们预期监管机构基于此考虑会谨慎地调整宏观调控政策。房地产价格增长也在放缓，但是，监管机构会适当的持续监控房地产行业的发展，现在没有放宽紧缩政策的迹象。

房地产市场价格大幅下降以及与此关联的影子银行风险正在增加。房地产资产价格的突降可能会造成开发商资金紧张，从而导致银行不良贷款的增加，并影响到经济体的其他行业。但是，我们认为，考虑到资产价格高估的部分相对有限，这个风险实际上可能性较低。另外，价格上涨减速是政策引导的，意味着如果房地产市场风险开始显现，监管机构仍可以微调他们的紧缩政策。

另外一个风险是中央政府较高的债务水平，特别是地方政府债务。我们仍然认为目前的债务水平是可控的，尽管解决潜在债务问题的办法可能会要求银行资产减记和中央财政出资。

增长预期的主要风险来自于外部环境。疲弱的外部需求已经造成出口增长放缓，再加上欧洲日益严重的金融危机进一步加剧了风险厌恶情绪。尽管中国较为封闭的资本市场意味着中国的银行体系和国内资本市场可以避免直接面对外部风险冲击，但是紧缩的金融环境还是对中国经济造成了一定程度的影响，例如股票市场的表现不佳和中国公司IPO数量的减少。

如果增长的下行风险真的发生，中国还有政策刺激空间来支持经济增长，避免硬着陆。最近的地方债务问题一定程度上限制了财政政策，我们亦不认为类似于雷曼倒闭后那样的大规模刺激政策会出台，通过我们的计算，政府依然有足够的政策空间，结合货币政策放宽来保持经济增长如同十二五规划中将预期目标设定在7%水平之上。这包括在2012-2013年度继续带来1万亿元人民币的支出。这样的情况下，2012年的财政赤字会增加1%的GDP，达到占GDP的2.8%，且可以通过新发债来进行融资。

综合的政策刺激方案会主要关注于增加家庭收入、刺激私人消费，以及提供支持中小企业的相关政策。特定的刺激政策可能会包括对中小企业的定向减税、额外的消费补贴以及加快保障房的建设计划。

在政治方面，2012年中国国家领导层将进行换届，代表了政策制定核心的最高层领导人团体暨新一届中央政治局常委将会于10月选举产生。2013年3月，将选举产生新一届中国国家主席和国务院总理，以接替现任中国国家主席胡锦涛和国务院总理温家宝。即将进行的换届选举或将使监管机构适当地实施政策刺激方案来支持经济增长，并在2012年换届选举到来之际维持经济的平稳发展。



## 5. 附表

表1

## 宏观预测

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
GDP (% 同比)	9.6	9.2	10.4	9.1	8.6
通货膨胀 (均值, %)	5.9	-0.7	3.3	5.3	3.9
财政账户 (% 占 GDP)	-0.4	-2.8	-2.5	-1.5	-1.8
经常账户 (% 占 GDP)	9.1	5.2	5.2	4.4	4.5
政策利率* (% 期末)	5.31	5.31	5.81	6.56	6.81
汇率* (CNY/USD 期末)	6.84	6.83	6.61	6.30	6.00

来源: BBVA 研究部

表2

## GDP

(YoY growth rate)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	-0.3	-3.5	3.0	1.6	2.3
欧元区	0.3	-4.2	1.7	1.7	1.0
亚太	5.2	4.1	8.0	5.9	6.4
中国	9.6	9.2	10.4	9.1	8.6
全球	2.8	-0.6	5.1	3.9	4.1

来源: BBVA 研究部

表3

## 消费价格指数

(同比增长)	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	3.8	-0.3	1.6	2.9	2.2
欧元区	3.3	0.3	1.6	2.6	1.6
亚太	5.7	0.3	2.7	4.8	3.7
中国	5.9	-0.7	3.3	5.3	3.9
全球	6.1	2.2	3.5	5.0	4.0

来源: BBVA 研究部

表4

## 汇率 (期末)

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国 EUR/USD	0.70	0.70	0.75	0.71	0.74
欧元区 USD/EUR	1.50	1.40	1.34	1.40	1.35
中国 CNY/USD	6.84	6.83	6.61	6.30	6.00

来源: BBVA 研究部

表5

## 政策利率 (期末)

	2008	2009	2010	2011 (F)	2012 (F)
美国	0.61	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区	2.73	1.00	1.00	1.50	1.50
中国	5.31	5.31	5.81	6.56	6.81

来源: BBVA 研究部

## 免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

[www.bbva.com/CorporateGovernance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182

**This report has been produced by the Asia Unit of the Emerging Markets team***Chief Economist for Asia***Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

**Zhigang Li**

zhigang.li@bbva.com.hk

**Le Xia**

xia.le@bbva.com.hk

**Fielding Chen**

fielding.chen@bbva.com.hk

**George Xu**

George.xu@bbva.com.hk

**With the contribution of:***Markets Analysis***Richard Li**

richard.li@bbva.com.hk

**BBVA Research***Group Chief Economist***Jorge Sicilia***Emerging Markets:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

India

**Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

Latam Coordination

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puenta**

apuenta@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.

Peru

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

Mexico

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Developed Economies:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

Spain

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europe

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

United States

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Financial Systems & Regulation:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensions

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

*Global Areas:*

Financial Scenarios

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Innovation &amp; Processes

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Global Credit

**Javier Serna**

Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX

and Commodities

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Contact details****BBVA Research**

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 2582 3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA 研究部报告提供英语, 西班牙语和中文版以供参阅